

学校编码: 10384  
学号: 20051301222

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_  
UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

# 中国管理层收购（MBO）的市场效应及其 对上市公司经营绩效和财务政策的影响

An Empirical Research on the Market Effect of MBO and  
Its Influence on the Operating Performance and Financial  
Policy for the Listed Firms in China

严 葵

指导教师姓名: 吴世农 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2008 年 4 月

中国管理层收购（MBO）的市场效应及其对上市公司经营绩效和财务政策的影响

严葵

指导教师: 吴世农 教授

厦门大学

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式表明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人：

2008 年 4 月 15 日

# 厦门大学学位论文著作权使用说明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1. 保密（），在 年解密后适用本授权书。
2. 不保密（）

作者签名： 日期： 2008 年 4 月 15 日

导师签名： 日期： 2008 年 4 月 15 日

## 摘 要

管理层收购（MBO）在欧美等发达国家已有二、三十年的历史，在东欧各国、俄罗斯等经济转型国家也有近十年的发展。从国外的经验看，管理层收购不论在发达的资本主义国家，还是在经济处于转型的发展中国家，都对经济发展起到了积极的推动作用。而在中国，管理层收购作为产权制度改革的一种方式，自上世纪九十年代末在我国上市公司应用和推广以来，遇到了法律法规和操作方式等方面的问题，也暴露了管理层收购交易价格不透明、价格意义不清晰等方面的缺陷，成为了各方争论的热点。本文从管理层收购的市场效应、管理层收购的经营绩效以及管理层收购后的财务政策三个方面对我国上市公司的管理层收购进行全面的剖析和研究，并提出相关的建议。

在理论研究部分，本文回顾了管理层收购的动因、管理层收购的一般特征、理论基础及研究现状，并着重阐述了管理层收购在中国的发展困境。在实证研究部分，本文收集了 1997 年至 2006 年间我国实施管理层收购的上市公司样本的相关数据，借助 SPSS13.0 软件，应用事件分析法、主成分分析法和参数检验等数理统计方法对所搜集的样本进行统计分析，以考察管理层收购产生的市场效应和对目标公司经营绩效的影响，同时通过对管理层收购后关联交易和分红效应的分析来判断国内的管理层收购是否存在财富转移的现象。

通过理论和实证的分析，本文认为中国上市公司的管理层收购没有给流通股股东带来显著的财富效应，企业的经营绩效也未得到显著的提升，而且由于管理层收购后关联交易的大幅增加，使得国内的管理层收购呈现出财富转移的特征。为了促进管理层收购在中国的健康发展，必须加快资本市场建设、建立投资者保护制度以及优化管理层收购融资体制，从而使管理层收购的积极功能得以充分发挥，真正成为改进公司治理、降低代理成本、提升公司价值和提高公司绩效的有效方式。

**关键字：**管理层收购；市场效应；经营绩效；财务政策

## ABSTRACT

Management Buyouts had a history of over 20 years in Western countries, and developed rapidly in North European countries, as well as Russia which are facing economic reform problems. From the foreign experience, MBO has made a positive impulse on economic development. Management Buyouts, reform in property relations, However, has met many difficulties in the aspects of policies and regulations, government, as well as mode of purchase, also exposed the defects that the trading price is opaque and the price meaning is unclear since it has been introduced into China in 1997. Management Buyouts has become a heat controversy in China, and this paper makes a deep research on MBO about three aspects, that is the Market Effect, the Operating Performance, and the Financial Policy. Furthermore, the paper also makes some constructive suggestions.

The paper first reviews motivations, the general features, theoretical foundations and current researches about Management Buyouts, and points out the difficult positions in China by explaining various problems in domestic MBO models. The paper also collects relevant data from a sample of listed firms that conduct MBO from the year 1997 to 2006. Based on a statistical analysis of these data, using the Event-study Methodology and the Principal Components Analysis, the paper studies the Market Effect of Management Buyouts and its influence on the Operating Performance of the targeted company as well as the Financial Policy to discover whether the wealth transfer exists.

Through both theoretical and case study, we find that MBO in China is a way to transfer wealth, and suggest that we should accelerate the pace of restructuring the capital market, set up the protective regulations for investors and optimize the financing system in order to bring the positive effect of MBO into play, and enable it to be an effective way to improve corporate governance, reduce the acting cost, enhance the corporate value and raise the corporate performance.

**Key Words:** MBO; Market Effect; Operating Performance; Financial Policy

# 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 第一章 引言 .....                         | 1  |
| 第一节 研究背景 .....                       | 1  |
| 第二节 研究思路与框架 .....                    | 2  |
| 第二章 管理层收购的发展与现状研究 .....              | 4  |
| 第一节 管理层收购的界定 .....                   | 4  |
| 第二节 管理层收购的起源与发展 .....                | 5  |
| 第三节 管理层收购的一般特征 .....                 | 5  |
| 第四节 中国企业管理层收购的发展历程与问题 .....          | 6  |
| 第三章 研究回顾 .....                       | 10 |
| 第一节 管理层收购的理论分析 .....                 | 10 |
| 第二节 管理层收购的研究综述 .....                 | 12 |
| 第四章 研究设计 .....                       | 17 |
| 第一节 样本数据的选择 .....                    | 17 |
| 第二节 中国上市公司 MBO 市场效应的研究设计 .....       | 17 |
| 第三节 中国上市公司 MBO 经营绩效的研究设计 .....       | 20 |
| 第四节 中国上市公司 MBO 后财务政策的研究设计 .....      | 25 |
| 第五章 实证研究结果与分析 .....                  | 27 |
| 第一节 中国上市公司 MBO 市场效应的实证研究结果及分析 .....  | 27 |
| 第二节 中国上市公司 MBO 经营绩效的实证研究结果及分析 .....  | 33 |
| 第三节 中国上市公司 MBO 后财务政策的实证研究结果及分析 ..... | 38 |
| 第六章 研究结论 .....                       | 42 |
| 第一节 研究结论及解释 .....                    | 42 |
| 第二节 完善管理层收购的建议 .....                 | 45 |
| 第三节 本文研究局限 .....                     | 46 |
| 第四节 未来研究方向 .....                     | 46 |
| 参 考 文 献 .....                        | 47 |

|          |    |
|----------|----|
| 附 录..... | 50 |
| 后 记..... | 52 |

厦门大学博士论文摘要库

## Contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Chapter 1 Introduction.....</b>   | <b>1</b>  |
| Section 1 Research Background .....  | 1         |
| Section 2 Research Method and Framework .....  | 2         |
| <b>Chapter 2 Research on the development of MBO .....</b>                              | <b>4</b>  |
| Section 1 Definition of MBO .....  | 4         |
| Section 2 The Origin and Development of MBO .....                                      | 5         |
| Section 3 The General Features of MBO .....  | 5         |
| Section 4 MBO in China.....  | 6         |
| <b>Chapter 3 Literature Review .....</b>   | <b>10</b> |
| Section 1 The Theoretical Analysis of MBO .....  | 10        |
| Section 2 MBO Literature .....   | 12        |
| <b>Chapter 4 Research Design .....</b>   | <b>17</b> |
| Section 1 Data Selecting.....  | 17        |
| Section 2 The Research Design on the Market Effect of MBO.....                         | 17        |
| Section 3 The Research Design on the Operating Performance of MBO .....                | 20        |
| Section 4 The Research Design on the Financial Policy after MBO.....                   | 25        |
| <b>Chapter 5 Empirical Results and Analysis .....</b>                                  | <b>27</b> |
| Section 1 The Empirical Results and Analysis on the Market Effect of MBO .....         | 27        |
| Section 2 The Empirical Results and Analysis on the Operating Performance of MBO ..... | 33        |
| Section 3 The Empirical Results and Analysis on the Financial Policy after MBO .....   | 38        |
| <b>Chapter 6 Conclusions and Discussions .....</b>                                     | <b>42</b> |
| Section 1 Conclusions and Discussions .....  | 42        |
| Section 2 The Suggestions.....   | 45        |
| Section 3 The Research Limitations .....   | 46        |
| Section 4 Directions of Further Research .....   | 46        |
| <b>Reference.....</b>  | <b>47</b> |



|                         |           |
|-------------------------|-----------|
| <b>Appendix.....</b>    | <b>50</b> |
| <b>Postscript .....</b> | <b>52</b> |

厦门大学博士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 引言

### 第一节 研究背景

管理层收购起源于 20 世纪 70 年代晚期的英国，由英国经济学家 Mike Wright 于 1980 年予以界定。管理层收购属于并购的范畴，它作为杠杆收购的一种方式，是市场经济发展的产物。在西方，管理层收购被认为是能够有效整合企业资源、降低代理成本、充分挖掘和释放企业家才能的一种制度创新。随着中国经济体制改革进程的深入，国有企业改革也不断取得进展，企业产权多元化成为国有企业改革的主要思路和发展方向。在国有企业产权多元化的过程中，管理层作为一类产权主体出现在改革视野中，管理层收购因此也成为国有企业产权改革的一种可选择方式。通过实施管理层收购，一方面可以发挥激励的作用，有利于企业的可持续发展；另一方面，可以减少外资并购对我国的经济安全带来的隐患，同时也可避免民间资本收购难以解决的信息不对称问题。因此，从理论上说，实施 MBO 对于我国国有经济的战略调整、优化公司股权结构、激励管理层、提高企业核心竞争力具有重要的作用。2002 年随着十六大的召开以及证监会颁布《上市公司收购管理办法》，MBO 在我国正式获得了官方的认可，许多上市公司纷纷公布了各自的 MBO 方案。就在大家普遍看好其前景的时候，2003 年 4 月，财政部向原国家经贸委企业司发函，建议“在相关法规制度未完善之前，对采取管理层收购的行为予以暂停受理和审批，待有关部门研究提出相关措施后再作决定”。这一政策的出台使得此前火爆一时的“管理层收购竞赛”暂告一段落。与此同时，经济学界也展开了一场对国企改革模式的争论，支持者认为 MBO 是国有股减持的一种方法或者是明晰产权的手段，通过企业收购使得企业利益与管理层利益完全一致，从而达到完善公司治理结构，提高企业经营绩效的目的。反对者认为管理层收购实际上已经成为国有资产流失，侵占债权人利益的合法外衣，不能采取这种方式。2004 年 8 月，由香港中文大学金融系教授郎咸平所引发的“郎顾之争”更是将国内的管理层收购推到了风口浪尖之上，郎咸平教授指出，国内的 MBO 实际上是 MBI（内部人收购），是掠夺国有资产的好办法，应该立法禁止，以防止一些国有企业经营者“合法地”侵吞国有资产。上述对 MBO 的争论影响了我国现代企业制度和产权制度改革的实施，随着股权分置改革在 2006 年底的

基本结束，上市公司的股票全流通和资本市场规范化的进程将不可阻挡。事实上，2006 年 1 月，国家突然又允许国有企业的管理层进行持股，但前提条件是不能控股。在此背景下，我国上市公司的 MBO 热潮很有可能又会很快兴起。因此，在这个时候研究上市公司的管理层收购问题，科学全面的总结上市公司的管理层收购实践，对于完善管理层收购理论，指导我国现阶段乃至今后的产权制度改革都具有十分重要的理论和现实意义。

## 第二节 研究思路与框架

本文根据实证研究的目的、设计要求和现实的可能性选取了 1997—2006 年间实施管理层收购的 45 家沪深 A 股上市公司作为研究样本，通过对上市公司管理层收购市场效应、经营绩效和财务政策的实证研究，对我国上市公司的管理层收购进行全面的评价。

图 1 是本文的研究思路和分析框架。

本文共分为六章，依次如下：

第一章（即本部分）为引言，提出本文的研究背景，并理清本文的研究思路；

第二章是管理层收购的发展与现状研究，其中包括四个部分：管理层收购的界定、管理层收购的起源与发展、管理层收购的一般特征以及管理层收购在中国的现状研究；

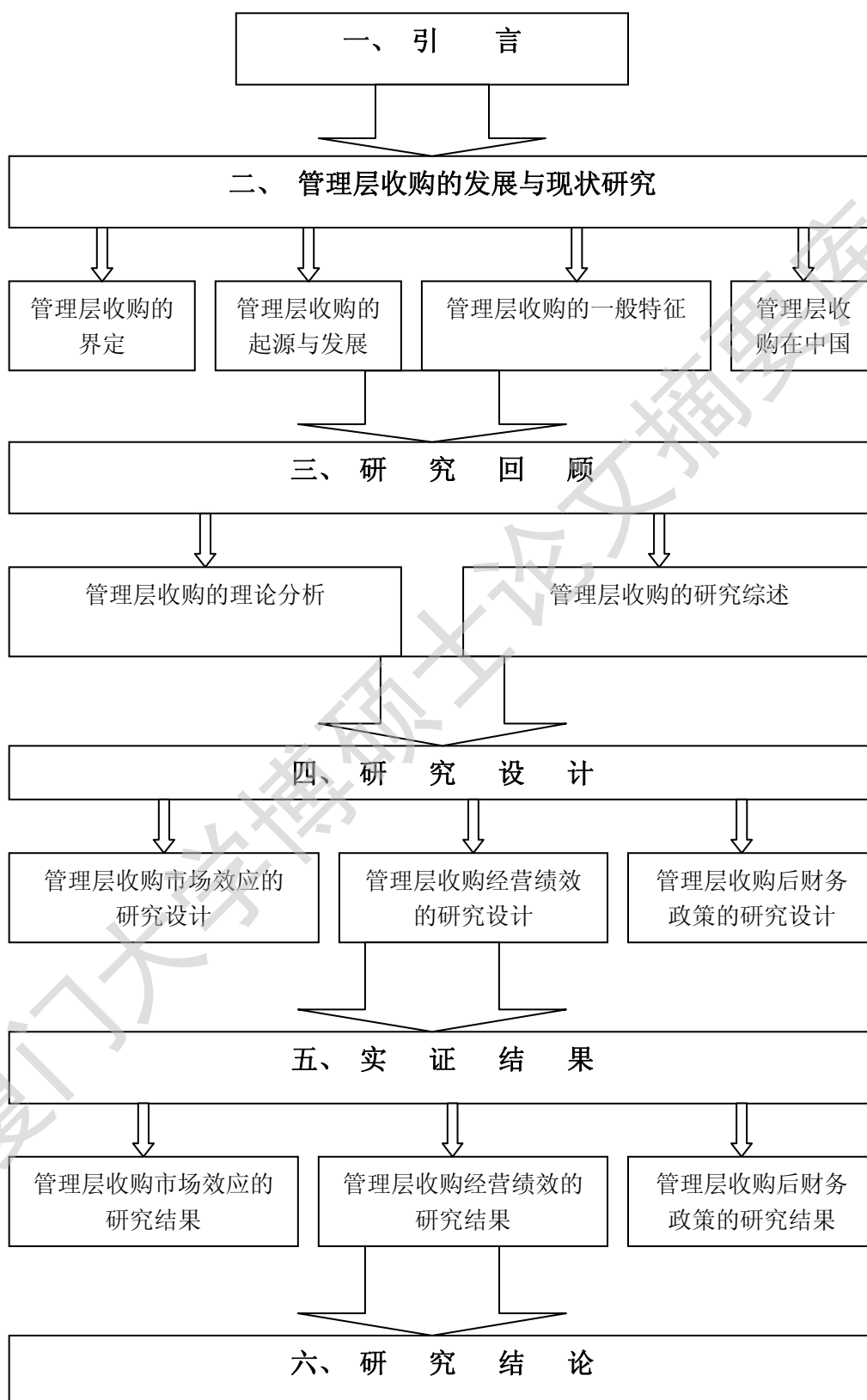
第三章是研究回顾，其中包括两个部分：管理层收购的理论分析以及国内外的研究现状；

第四章是研究设计，其中包括三个方面：上市公司 MBO 市场效应的研究设计、上市公司 MBO 经营绩效的研究设计以及上市公司 MBO 后财务政策的研究设计。每部分具体为：样本数据搜集与说明、研究变量的定义和计算、研究的基本方法与本部分的研究假设；

第五章是实证研究结果的检验与分析，本文将从管理层收购是否为流通股股东带来财富效应、是否改善目标企业的经营绩效出发，结合 MBO 后财务政策的研究来综合分析判断中国上市公司的管理层收购活动。

第六章是研究结论，得出本文的研究结论并进行相关的理论解释和提供相关建议，同时指出研究当中存在的一些局限性，并提出未来的研究改进方向。

图 1：本文研究框架



## 第二章 管理层收购的发展与现状研究

### 第一节 管理层收购的界定

管理层收购（Management Buyouts，即 MBO），又称管理者收购，或经理层融资收购，是指目标公司的管理者或经理层利用借贷所融资本购买本公司的股份，从而改变本公司的所有者结构、控制权结构和资本结构，进而达到重组本公司的目的，并获得预期收益的一种收购行为（Lowenstein，1985）。<sup>①</sup> 这里所指的管理层包括公司的董事长、董事会秘书、董事、总经理、副总经理、财务主管、部门经理等高级管理人员，也包括子公司的相应高级管理人员。从广义上说，管理层收购是杠杆收购（Leveraged Buyouts，即 LBO）的一种，所谓的杠杆收购就是利用负债融资购买目标公司的股份，从而达到对目标公司的控制的目的，并在整合目标公司业务的基础上，通过资本市场运作，获得超额回报的金融工具。当杠杆收购的主体变成目标公司的管理人员时，LBO 就演变成了 MBO，即管理层收购。

国内的 MBO 由于其所处的特殊环境而具有中国特色，2003 年 12 月国资委领导在关于对管理层收购问题态度答记者问时，就提到“我们所说的管理层收购是指企业管理层通过自有资金或社会融资等规范的方式收购企业的全部或部分国有产权实现对企业的控股或参股。这与国外通常所指的管理层收购有一定区别……”。并且，在 2004 年 12 月，由国资委和财政部联合颁布的《企业国有产权向管理层转让暂行规定》中，全文没有直接使用管理层收购（MBO）的提法，而只是采用“企业国有产权向管理层转让”这样的措词，该提法的外延要远远大于通常所提的 MBO 的范畴。

考虑到中国资本市场对于管理层收购的理解，本文对于中国上市公司管理层收购的界定是：凡是公司管理层可能成为实际控制人的各种形式的股权收购行为便定性为 MBO。<sup>①</sup> “管理层”的定义源自《企业国有产权向管理层转让暂行规定》中的界定：“管理层是转让标的企业及标的企业国有产权直接或间接持有单

---

<sup>①</sup>一些公司采用管理层和员工共同持股的方式，由于管理层在其中持有最大股份，成为事实上的控制人。高管直接或间接持股虽未至控股，但由于在公司中的特殊地位而可能成为实际控制人，这些都归为 MBO。

位负责人，以及领导班子其他成员”（何光辉、杨咸月，2007）。<sup>[2]</sup>

## 第二节 管理层收购的起源与发展

一般认为，管理层收购起源于 20 世纪 70 年代晚期的英国。1980 年，英国学者迈克·怀特（Mike Wright）在研究公司分立和剥离时，发现其中有相当一部分被出售给该企业的管理层。当时，研究者们把这种现象笼统地称之为“Buyout”。后来，英国专门对此类收购进行融资的工商金融公司（Industrial and Commercial Finance Corporation）将这种收购称做“管理层收购”（魏建，2005）。<sup>[3]</sup>

在英国，管理层收购被视为一股重要的经济动力，对管理者、企业组织和国民经济发挥着重要的作用。20 世纪 80 年代，MBO 作为一种便利的所有权转换形式和可行的融资形式在英国逐渐大行其道。1987 年英国管理层收购交易数量已达 300 多起，交易额近 400 亿美元。在 1987 年 11 月的股票市场崩溃的余波之后，英国上市公众公司经过 MBO 后转为非上市公司，成为一种有吸引力的投资选择，并使资本市场更加活跃，管理层收购成为英国对公营部门私有化的最常见方式。从 1989 年开始，英国管理者在 MBO 交易中已经处于非常有利的地位，MBO 这样一种新的方法将商业银行、养老基金、保险公司、发展基金和风险投资家们引入了一个新的竞争市场之中，MBO 所引致的相关各方的竞争成为企业竞争的热点和焦点所在。

在美国，1988 年是 MBO 的鼎盛时期，仅 1988 年这一年，管理层收购与杠杆收购交易总值就达到了 880 亿美元。美联储 1989 年的统计调查表明，杠杆收购的融资额已经占了大型银行所有商业贷款 9.9% 的份额。20 世纪 80 年代以来，MBO 的发展极为迅速，据美国的统计资料显示，MBO 占资产剥离的比例由 70 年代末的 5% 左右增长到 20 世纪 90 年代中期的 15% 左右。

20 世纪 90 年代初，俄罗斯与东欧一些经济转型国家在私有化过程中也广泛采用了 MBO，经过 20 多年的发展，MBO 这种收购方式已经逐渐演变成一种兴的全球化趋势，广泛流行于欧美国家，并且波及到了亚洲。

## 第三节 管理层收购的一般特征

管理层收购作为一种全新的资产重组方式实现了对传统并购理论与实践的

挑战和突破，根据英美等国家的管理层收购实践，可以将管理层收购的特征总结如下：

1. 管理层地位发生转变。公司股份或资产的购买者是本公司的管理层，通过 MBO，管理层的身份由单一的经营者角色变为所有者与经营者合一的双重身份，这样也有助于保持公司经营管理的连续性。

2. 外部融资是管理层收购的主要资金来源。管理层收购的资金来源分为两个部分：一部分是管理层自有资金，属于内部资金；另一部分是外部资金，即债权融资和股权融资。一般情况下，目标公司的股权或资产的价格往往远高于收购方（管理层）的支付能力，所以，在收购中，管理层自身提供的资金仅占总收购价格中的很少一部分，大部分还要依靠外部资金，其中，债务融资（包括高级债务、次级债务和流动资金贷款）往往在管理层收购融资比例中超过 80%，这样，管理层收购通过成功运用财务杠杆，不仅用较少的自有资金获得企业控制权，而且确定了收购的收益分配格局（王巍、李曙光，1999）。<sup>[4]</sup>

3. 目标公司具有增值潜力。管理层收购的目标公司一般是具有资产增值潜力或存在潜在管理效率提升空间的企业，通过收购者对公司股权、控制权、资产和业务的重组，使公司潜力得到有效的发挥，降低代理成本，提升公司效益。

## 第四节 中国企业管理层收购的发展历程与问题

### 一、管理层收购在中国的发展及现状

改革开放以来，中国的国有企业由浅入深地进行了一系列的改革，提出了种种改革方案，到了 20 世纪 90 年代，在党的十四届五中全会明确提出了产权改革目标后，国有企业的管理人员及员工购买本企业的所有权才成为一种重要的产权改革方法之一。在这一背景下，引入管理层收购模式对于加快国有企业改革和推动民营经济发展，加速中国经济与金融的国际化进程具有重要的战略意义。

1997 年，浦东大众（现更名为大众公用）向上海大众企业管理有限责任公司转让所持有的上海浦东大众出租汽车股份有限公司法人股 2600 股（占公司总股本的 20.08%），而受让方 90% 的股权是由管理层控制的浦东大众的内部职工持股会持有。浦东大众的管理层借助职工持股会间接实现了对企业的控制，开始了中国版 MBO 的试验。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库